上海莱士(002252.SZ)

血液制品主营高增长，有望成为世界级血液制品龙头

2016 年 09 月 01 日

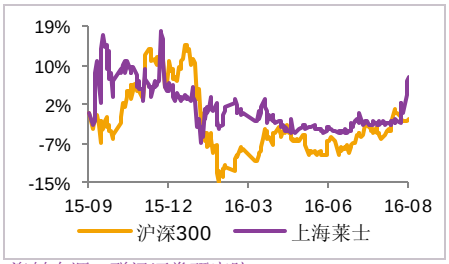
增持(首次评级)

当前价： 41.8 元

分析师：陈勇
执业编号：S0300515060002
电话：010-64408702
邮箱：chenyong@lxsec.com

研究助理：李志新
电话：010-64408516
邮箱：lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	2013	2617	3350	4187
（+/-）		30.0%	28.0%	25.0%
净利润	1442	1326	1543	1893
（+/-）		-8.0%	16.4%	22.7%
EPS(元)	0.52	0.48	0.56	0.69
P/E	80	87	75	61

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

投资要点

✧ 事件：

公司公布 2016 年中期报告，期内营业实现收入 10.39 亿元（+27.19%），归属上市公司股东净利润 6.39 亿元（-22.01%），其中归母扣非净利润 4.25 亿元，同比大增 55.99%，基本每股 EPS0.235 元。中报公司推出高送转利润分配方案：每 10 股转增 8 股，不送股和现金分红。

点评：

✧ 血液制品主营业务高增长，股权投资收益下降瑕不掩瑜

报告期，公司医疗主营业务血液制品营收 10.38 亿元（+27.19%），其中白蛋白、静丙及其他血液制品营收分别为 3.86 亿元、3.15 亿元和 3.10 亿元，较上年同比增幅 7.54%、18.45%和 83.65%；由于毛利率较高的小产品销售比重提高，综合毛利率 65.01%，同比提高了 3.17 个百分点。投资业务由于今年市况影响，公允价值变动损益及投资收益 2.56 亿元，同比下降-60.73%。

公司其他血液制品（主要是凝血因子等、纤原、凝血酶等小产品）在 2015 年销量和毛利率同比暂时倒退后，今年上半年销售恢复增长，毛利率同比去年中期增加了 6%，我们测算销量同比增加 70%以上，增幅较大；白蛋白销售额保持小幅增长（7.54%），毛利率 47.1%，较同业显著低近 15%（华兰 61.6%，博雅 65.1%，），未来有较大改善空间；静丙连续两年翻倍增长后，回落正常增速（18.45%），毛利率基本持平（-1%）。

我们认为，去年纤原产品和上半年福建华兰凝血酶原涨价，血液制品提价趋势明显，除人血白蛋白国家允许进口外，其他血液制品禁止进口，部分血液制品供需矛盾将长期存在，看好血液制品行业。上海莱仕血液制品主营业务高增长，股权投资收益下降瑕不掩瑜。

✧ 内生+外延并购，有望成为世界级血液制品龙头

上海莱仕通过新增浆站和外延并购，成为我国生产品类最齐全、拥有浆站数量最多、采浆量（2015 年约 800 吨）和产值最大的血液制品企业。目前，公司血液制品已经覆盖了白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子三大类共计 11 个产品，是目前国内少数可从血浆中提取六种组分的血液制品生产企业，也是国内同行业中凝血因子类产品种类最为齐全的生产企业之一。

浆站拓展内生增长方面，截止中报披露，公司及下属子公司（郑州莱仕、同路生物）共拥有单采血浆站 33 家，其中投产浆站 27 家，新获批 3 家，在建 3 家，采浆范围覆盖全国 10 个省市（自治区），未来随着 6 家新增浆站逐渐投产，公司采浆量将提升 150-200 吨左右。

外延并购方面值得期待。公司近几年来外延并购方面显著活跃于同业，持续

通过外延并购国内同路生物、邦和药业（郑州莱仕）迅速做大公司浆站资源数量，采浆量越居行业第一。浆站具有资源属性，一旦设立浆站后对当地及周边浆源拥有独占优势，外延并购能促使公司跨越式发展，迅速形成浆站资源占有和产品线扩大。同时，大股东科瑞天诚和管理层具有国际视野，控股股东科瑞天诚和莱仕中国收购完成世界第五大血液制品企业 BPL100%股权，我们对大股东整合集团内血液制品业务保持期待。

✧ 盈利预测和投资评级

上海莱仕是我国血液制品龙头企业，公司外延并购和整合能力较强，近两年公司通过自建浆站内生增长和外延并购横向拓展，实现跨越式发展。血液制品行业确定性高，具有较高投资价值，我们预测 2016-2018 年，公司实现归属上市公司股东净利润分别为 13.3/15.4/18.9 亿元，参考股本为 27.6 亿股，EPS 分别为 0.48/0.56/0.69 元，当前股价对应 2016-2018 年 PE 分别为 87X/75X/61X 倍，目前，同业公司 PE（动态）华兰生物 45X，博雅生物 84.7X，天坛生物 108X，申万二级生物制品行业 PE（TTM）约为 61X，综合考虑公司未来内生和持续外延并购，首次覆盖，给予“增持”评级。

✧ 风险提示

进口白蛋白冲击市场；外延并购及集团同业资产整合不及预期。

附录：公司财务预测表

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4807	6332	7913	9866
现金	1,919	2440	3709	5199
应收账款	120	160	200	250
其它应收款	1613	2397	2597	2797
预付账款	13	14	20	23
存货	716	785	837	1047
其他	426	536	550	550
非流动资产	6749	6651	6673	6684
固定资产	1004	1030	1045	1052
在建工程	63	45	56	63
无形资产	162	156	152	149
商誉	5420	5420	5420	5420
资产总计	11556	12983	14586	16550
流动负债	247	273	281	291
应交税费	66	60	56	69
应付账款	39	50	54	58
其他	142	163	171	164
非流动负债	597	632	640	651
长期应付款	360	360	360	360
递延所得税负债	237	272	280	291
负债合计	844	905	921	942
少数股东权益	54	76	80	91
归属母公司股东权益	10659	12907	14506	16459
负债和股东权益	11556	12983	14586	16550

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,013	2617	3350	4187
营业成本	778	916	1172	1465
营业税金及附加	8	10	13	17
营业费用	33	42	54	67
管理费用	339	366	469	586
财务费用	-13	-26	-33	-46
资产减值损失	15	16	20	25
公允价值变动收益	865	300	200	200
投资净收益	10	0	0	0
营业利润	1728	1593	1855	2273
营业外收入	25	16	15	15
营业外支出	5	2	2	2
利润总额	1749	1607	1868	2286
所得税	269	241	280	343
净利润	1480	1366	1588	1943
少数股东损益	38	40	45	50
归属母公司净利润	1442	1326	1543	1893
每股 EPS（元）	0.52	0.48	0.56	0.69
参考股本（亿股）	27.6	27.6	27.6	27.6

现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	762	379	579	861
净利润	1480	1366	1588	1943
折旧摊销	103	108	114	120
财务费用	8	14	14	14
投资损失	10	10	10	10
营运资金变动	-706	-965	-982	-1050
其它	-132	-153	-164	-175
投资活动现金流	-819	302	869	811
资本支出	-145	-145	-145	-145
投资变化	-736	388	952	897
其他	63	60	62	59
筹资活动现金流	524	-161	-179	-182
吸收投资	681	0	0	0
分配股利、偿付利息	-157	-162	-180	-183
其他	1	1	1	1
现金净增加额	468	521	1269	1490

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	52.6%	30.0%	28.0%	25.0%
营业利润	188.5%	-7.8%	16.4%	22.5%
归属母公司净利润	182.3%	-8.0%	16.4%	22.7%
获利能力				
毛利率	61.4%	65.0%	65.0%	65.0%
净利率	73.5%	52.2%	47.4%	46.4%
ROE	11.9%	10.3%	10.6%	11.5%
ROIC	12.0%	10.3%	10.6%	11.4%
偿债能力				
资产负债率	7.3%	7.0%	6.3%	5.7%
净负债比率	7.9%	7.5%	6.7%	6.0%
流动比率	19.5	23.2	28.2	33.9
速动比率	16.6	20.3	25.2	30.3
营运能力				
总资产周转率	0.19	0.21	0.24	0.27
应收帐款周转率	17.20	18.69	18.61	18.61
存货周转率	1.10	1.22	1.45	1.56
每股指标(元)				
每股收益	0.52	0.48	0.56	0.69
每股经营现金	0.28	0.14	0.21	0.31
每股净资产	3.86	4.68	5.26	5.96
估值比率				
P/E	80.03	87.02	74.79	60.95
P/B	10.82	8.94	7.95	7.01
P/S	57.31	44.09	34.44	27.55
PEG	0.44	-10.84	4.57	2.68

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来报告期内，个股涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来报告期内，个股涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，个股跌幅介于 5%与 15%之间；

卖出：我们预计未来报告期内，个股跌幅在 15%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。